

# 中国国航

601111

增持/ 维持评级

股 价	2010-01-15
<b>RMB10.97</b>	

## 基础数据

总股本（百万股）	12251
流通 A 股（百万股）	7846
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	86067

## 财务数据

市净率 (X)	5.69
TRACING P/E (X)*	-29.65
EPS (元)	0.31
股息率 (%)	0.00

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

分 析 师  
**李军**  
 021-50106015  
 lijunyjs@lhqz.com

# 国际航线增速创新高

——中国国航 12 月份运营数据点评

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	52970.0	36459.4	49602.0	58484.0	67256.6
(+/-%)	7.0	-7.8	-6.4	17.9	15.0
归属母公司净利润(百万元)	-9149.1	3810.9	5099.6	4900.3	6429.5
(+/-%)	-347.4	572.8	-44.3	-3.9	31.2
EPS(元)	-0.75	0.31	0.42	0.40	0.52
P/E(倍)	-14.7	35.3	26.0	27.0	20.6

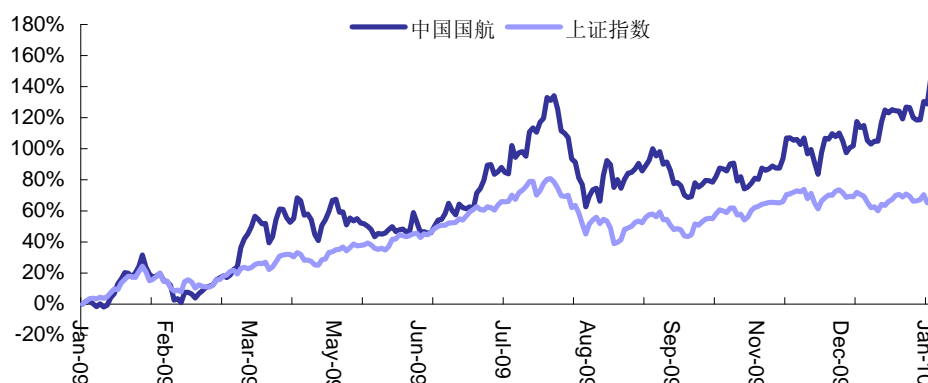
■ 12 月份国际航线旅客吞吐量增速创几年内新高：12 月份，公司国际航线旅客吞吐量如预期般同比增长增速大幅提高，12 月份国际旅客吞吐量同比增长 21.13%，环比增长 5.50%，同比增速显著高于 10 月份 3.86%、高于 11 月份的 10.36%，国际航线旅客吞吐量同比增速创几年内的新高。

■ 货运继续强势复苏：12 月份，公司国内航线、国际航线货运均继续强势复苏，国内航线货运吞吐量同比增长 22.2%，国际航线货运吞吐量同比增长 54.11%，合计货运吞吐量同比增长 37.24%，货运复苏的势头得以延续并且复苏的势头更加强。

■ 运力总体平稳增长，区域运力分配不均衡状态持续改观：截至 12 月份底，公司在册客机约为 262 架，12 月份飞机架数同比增长 11% 左右，运力增长平稳，但 12 月份环比 11 月份而言，公司的运力在国内航线、国际航线之间的分配不均衡格局持续改善，12 月份国际航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例持续提升（10 月份、11 月份、12 月份国际航线 ASK 投放占全部 ASK 投放占比分别为 36.12%、36.71%、38.70%）。

■ 投资评级：我们认为在未来较长一段时间内，国内、国际航线旅客吞吐量均快速增长的局面将持续，行业供需格局进一步改善，行业客座率、票价水平将出现同比上升的趋势，同时行业进一步整合的动作等值得期待。维持对于行业“增持”的投资评级，继续首推“国际航线复苏受益最大”和“在行业跨过盈亏平衡点阶段弹性最大”的中国国航，上调公司 2009 年至 2011 年 EPS 至 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股。

## 最近 52 周股价表现

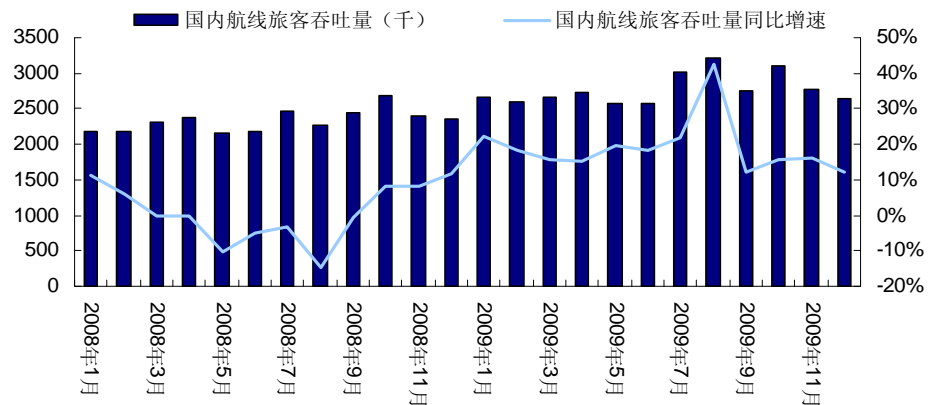


## 需求方：国际航线增速创新高

### 国内航线增速保持平稳

12 月份，公司国内航线旅客吞吐量同比增长 12.16%，环比下降 5.03%，同比增速低于 10 月份 15.77%、11 月份 15.93%，环比下降幅度略高于 2008 年 1.85%，考虑到北京 12 月底几天的天气原因，我们认为整体而言 12 月份国航国内航线增速保持平稳。

图 1：中国国航国内航线旅客吞吐量发展趋势



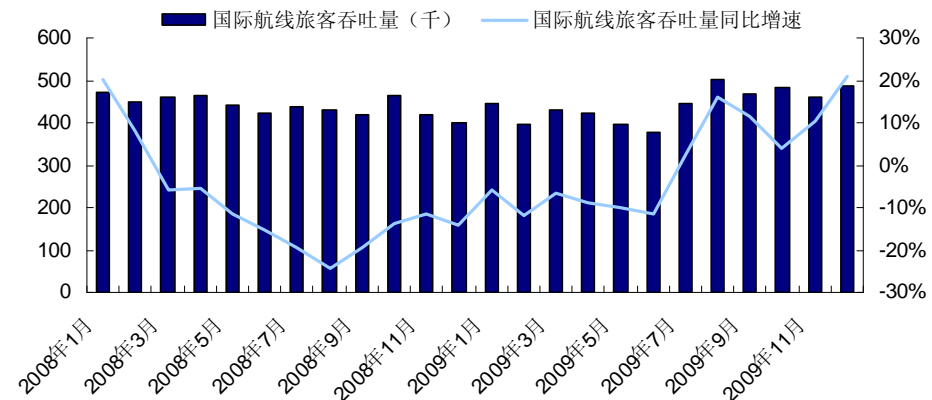
资料来源：联合证券研究所、公司网站

### 国际航线增速创新高

我们在 2009 年 12 月 26 日的 2010 年航空年度投资策略报告中曾提出<sup>1</sup>：中国国际航线和进出口总额高度相关，并提出中国国际航线的增速会在 11 月份、12 月份左右随着进出口总额的转正而提升。

12 月份，公司国际航线旅客吞吐量如预期般同比增长增速大幅提高，12 月份国际旅客吞吐量同比增长 21.13%，环比增长 5.50%，同比增速显著高于 10 月份 3.86%、高于 11 月份的 10.36%，国际航线旅客吞吐量同比增速创几年内的新高。

图 2：中国国航国际航线旅客吞吐量发展趋势



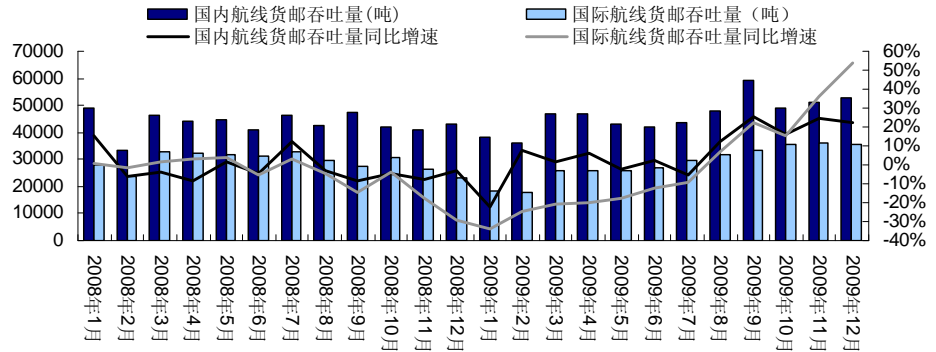
资料来源：联合证券研究所、公司网站

<sup>1</sup> 详见 2009 年 11 月 26 日航空业 2010 年投资策略报告《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》。

## 货运继续强势复苏

12 月份，公司国内航线、国际航线货运均继续强势复苏，国内航线货运吞吐量同比增长 22.2%，国际航线货运吞吐量同比增长 54.11%，合计货运吞吐量同比增长 37.24%。

图 3：中国国航货运吞吐量发展趋势



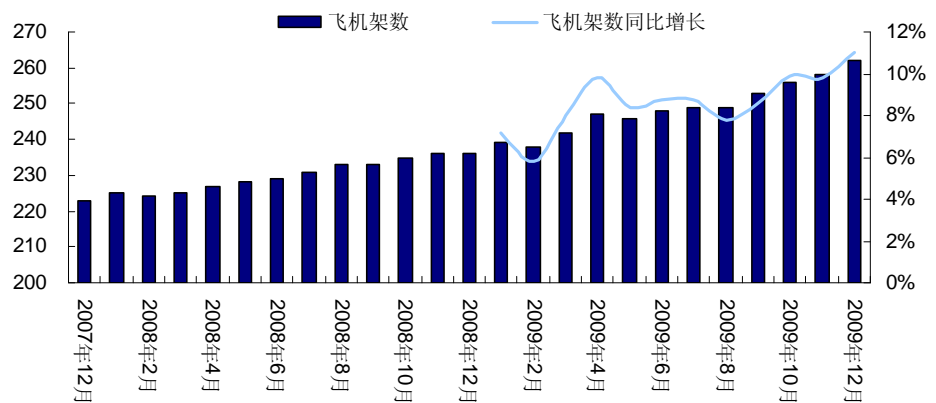
资料来源：联合证券研究所、公司网站

## 供给方：总体运力增长平稳、区域运力分配不均衡持续改观

### 总体运力增长平稳

截至 12 月份底，公司在册客机约为 262 架，12 月份飞机架数同比增长 11% 左右，运力增长平稳，而 12 月份公司合计 ASK 同比增长 11.26%，由此基本上可以判定公司在 12 月份利用小时与去年同期相比基本持平。

图 4：中国国航在册客机发展趋势

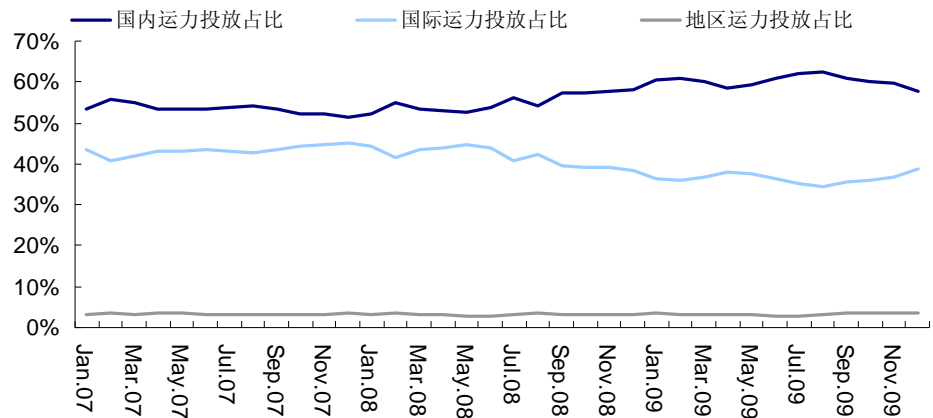


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

### 区域运力分配不均衡状态持续改观

12 月份环比 11 月份而言，公司的运力在国内航线、国际航线之间的分配不均衡格局略有改善，12 月份国内航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例略有下降，国际航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例略有提升（10 月份、11 月份、12 月份国际航线 ASK 投放占全部 ASK 投放占比分别为 36.12%、36.71%、38.70%）。

图 5：中国国航 ASK 分区域投放占比发展趋势



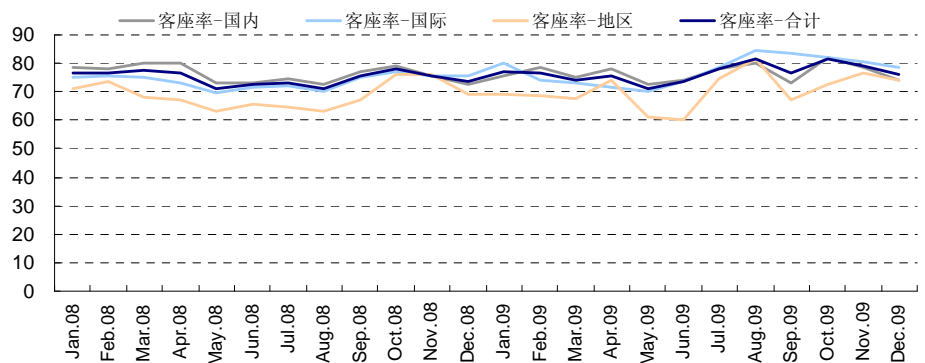
资料来源：联合证券研究所、公司资料

## 客座率：改善明显

### 客座率同比改善明显

从客座率情况来看，无论国内航线，还是地区、国际航线同比去年同期都有明显改善，12 月份国内航线客座率为 74.1%，地区、国际航线分别达到 74.30%、78.80%。

图 6：中国国航客座率分区域增速发展趋势



资料来源：联合证券研究所、公司资料

## 投资评级

### 维持增持评级，建议投资者继续超配中国国航

我们认为 12 月份中国国航国际航线旅客吞吐量同比增长 21.13%，同比增速创几年内新高是国际航线随进出口总额复苏的外在体现和结果（12 月份中国进出口总额同比增长 16%以上），并且我们认为国际航线快速增长的局势在 2010 年将持续。

我们认为在未来较长一段时间内，国内、国际航线旅客吞吐量均快速增长的局面将持续，行业供需格局进一步改善，行业客座率、票价水平将出现同比上升的趋势，同时行业进一步整合的动作等值得期待。维持对于行业“增持”的投资评级，继续首推“国际航线复苏受益最大”和“在行业跨过盈亏平衡点阶段弹性最大”

的中国国航，上调公司 2009 年至 2011 年 EPS 至 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9226	9487	11083	12690	营业收入	52970	49602	58484	67257
现金	4664	4960	5848	6726	营业成本	48607	41731	47024	51726
应收账款	2074	2438	2873	3305	营业税金及附加	1085	1102	1287	1468
其他应收款	1111	990	1167	1342	营业费用	3282	3118	3658	4214
预付账款	310	209	235	259	管理费用	1574	1421	1696	1943
存货	813	835	940	1035	财务费用	376	1231	1657	1502
其他流动资产	255	55	18	24	资产减值损失	259	0	0	0
非流动资产	89671	97725	103172	107820	公允价值变动收益	-7707	2800	1400	0
长期投资	7323	7323	7323	7323	投资净收益	-1152	600	1000	1000
固定资产	66245	77086	84745	90196	营业利润	-11071	4399	5562	7404
无形资产	2564	2499	2434	2369	营业外收入	364	1753	350	350
其他非流动资产	13540	10817	8671	7932	营业外支出	145	8	8	8
资产总计	98898	107212	114255	120510	利润总额	-10852	6144	5904	7746
流动负债	42696	37987	35928	31976	所得税	-1592	922	886	1162
短期借款	9380	13154	11412	6529	净利润	-9260	5222	5018	6584
应付账款	7793	6260	7054	7759	少数股东损益	-111	123	118	155
其他流动负债	25524	18574	17463	17688	归属母公司净利润	-9149	5100	4900	6430
非流动负债	35914	40712	44483	49064	EBITDA	-4428	12298	15347	18381
长期借款	14110	14110	14110	14110	EPS (元)	-0.75	0.42	0.40	0.52
其他非流动负债	21804	26602	30373	34954	主要财务比率				
负债合计	78610	78700	80412	81040	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	514	637	755	910	成长能力				
股本	12251	12251	12251	12251	营业收入	7.0%	-6.4%	17.9%	15.0%
资本公积	11677	11677	11677	11677	营业利润	-329.0%	-60.3%	26.4%	33.1%
留存收益	-2544	2556	6436	11886	归属于母公司净利润	-347.4%	-44.3%	-3.9%	31.2%
归属母公司股东权益	19774	27876	33089	38561	获利能力				
负债和股东权益	98898	107212	114255	120510	毛利率(%)	8.2%	15.9%	19.6%	23.1%
现金流量表					净利率(%)	-17.3%	10.3%	8.4%	9.6%
单位: 百万元					ROE(%)	-46.3%	18.3%	14.8%	16.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	-13.4%	7.8%	9.4%	11.3%
经营活动现金流	7053	17145	19879	21924	偿债能力				
净利润	-9260	5222	5018	6584	资产负债率(%)	79.5%	73.4%	70.4%	67.2%
折旧摊销	6267	6667	8128	9475	净负债比率(%)	42.84%	45.26%	40.18%	33.00%
财务费用	376	1231	1657	1502	流动比率	0.22	0.25	0.31	0.40
投资损失	1152	-600	-1000	-1000	速动比率	0.20	0.23	0.28	0.36
营运资金变动	1797	13985	2356	2868	营运能力				
其他经营现金流	6721	-9361	3719	2495	总资产周转率	0.57	0.48	0.53	0.57
投资活动现金流	-8338	-13148	-13000	-13000	应收账款周转率	21	22	22	21
资本支出	7526	14000	14000	14000	应付账款周转率	6.88	5.94	7.06	6.98
长期投资	-569	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1381	852	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	-0.75	0.42	0.40	0.52
筹资活动现金流	737	-3701	-5991	-8047	每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.40	1.62	1.79
短期借款	2834	3774	-1742	-4883	每股净资产(最新摊薄)	1.61	2.28	2.70	3.15
长期借款	1172	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-14.48	25.97	27.03	20.60
资本公积增加	-176	0	0	0	P/B	6.70	4.75	4.00	3.43
其他筹资现金流	-3093	-7475	-4249	-3164	EV/EBITDA	-37	13	11	9
现金净增加额	-755	296	888	877					

数据来源: 联合证券研究所.

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。